

0- 794722

На правах рукописи

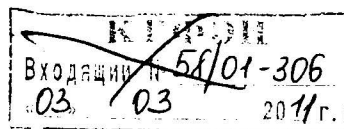
Шеряй Ксения Игоревна

**Формирование и эффективность использования
инвестиционных ресурсов
на предприятиях нефтедобычи**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва
2011



Работа выполнена на кафедре «Инвестиционный менеджмент»
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской
Федерации»

Научный руководитель: кандидат экономических наук, доцент
Лахметкина Наталия Ивановна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Зубарева Валентина Дмитриевна

доктор экономических наук, профессор
Ильин Владимир Васильевич

Ведущая организация: **Учреждение Российской академии наук
«Институт экономики РАН»**

Защита состоится «17» марта 2011 г. в 10-00 часов на заседании совета по
защите докторских и кандидатских диссертаций Д.505.001.02 при ФГОБУВПО
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по
адресу: 124993 г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, аудитория 406.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале библиотечно-
информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации» по адресу: 124993, г. Москва,
Ленинградский проспект, д.49, комн. 203.

Автореферат разослан «11» февраля 2011 г. и размещен на официальном
сайте ФГОБУВПО «Финансовый университет при П
Федерации»: [www. ufrf.ru](http://www.ufrf.ru).

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000793479

Ученый секретарь совета Д 505.001.02,
кандидат экономических наук, доцент

Е.Е. Смирнова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Осуществление инвестиционной деятельности является необходимым условием стабильного функционирования и развития предприятия. Однако увеличение масштабов инвестирования без достижения приемлемого уровня его эффективности не обеспечивает получение необходимого экономического результата. Определяющее влияние на эффективность инвестиционной деятельности оказывают процессы формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия.

Ввиду особой роли нефтяной промышленности в экономике России вопросы эффективности управления инвестиционными ресурсами приобретают существенное значение на предприятиях нефтедобычи. Нефтедобыча является одним из локомотивов экономического роста в стране, обладает одним из максимальных инвестиционных мультипликаторов, обеспечивает значительную часть поступлений в бюджетную систему РФ. В то же время в последние годы интенсивная эксплуатация ресурсных и производственных мощностей привела к заметному ослаблению потенциала нефтедобывающей промышленности, истощению сырьевой базы в традиционных добывающих регионах. Поэтому сегодня, как никогда ранее, актуально освоение новых нефтегазовых провинций, что требует масштабных вложений инвестиционных ресурсов. При этом объективно встает вопрос о поиске инструментов, позволяющих судить об эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи и определять пути ее повышения.

Степень разработанности проблемы

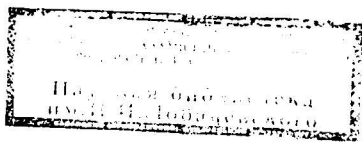
Существенный вклад в развитие понятийного аппарата, определение сущности, характеристик и закономерностей движения инвестиционных ресурсов предприятия внесли отечественные ученые: Бард В.С., Балдин К.В., Бланк И.А., Бочаров В.В., Быстров О.Ф., Гукова А.В., Деева А.И., Игонина Л.Л., Игошин Н.В., Ковалев В.В., Лахметкина Н.И., Леонтьев В.Е., Лившиц В.Н., Маковецкий

М.Ю., Милоков А.И., Павлюченко В.М., Шапиро В.Д., Шерemet В.В., Шохин Е.И. и др. В отечественной экономической литературе значительное внимание также уделяется сравнительному анализу различных методов и форм финансирования инвестиционной деятельности, исследованию специфики управления инвестиционными ресурсами предприятий в российских условиях. Этому вопросу посвящены работы Боровиковой Т.В., Вихрова А.В., Володина В.В., Ендовицкого Д.А., Захаровой Г.В., Ивасенко А.Г., Каратуева А.Г., Киселевой Н.В., Крюковой О.Г., Маренкова Н.Л., Никоновой И.А., Павловой Л.Н., Роговой Е.М., Смирновой Н.К., Стояновой В.С., Фоминой А.В., Шопенко Д.В. и др.

Анализ работ указанных авторов показал, что наряду с достаточно глубокой проработанностью проблемы имеет место многовариантность понимания сущности инвестиционных ресурсов предприятия, отсутствует их научно обоснованная классификация.

Проблемы трансформации нефтедобывающей отрасли России, ее инвестиционные потребности и особенности инвестиционной деятельности нефтедобывающих компаний рассматриваются в работах Ваченко М.П., Волинской Н. А., Герта А.А., Данникова В.В., Жуланова Е. Е., Катасонова В.Ю., Муслимова Р.Х., Плёткиной М.В., Сильванского А. А., Фаттахова А.М., Шананина А.А., Шафраника Ю. К. и др. Однако указанные работы отличаются недостаточным вниманием к финансовой составляющей деятельности нефтедобывающих предприятий как инструменту достижения их стратегических целей.

Современная зарубежная экономическая литература по вопросам инвестиций и инвестиционных ресурсов уделяет большое внимание истории формирования и современному состоянию инвестиционных институтов в развитых странах, их организационно-правовым особенностям. Эти вопросы в различных аспектах исследованы в работах Альберта М., Ансоффа И., Ван Хорна Дж.К., Ворста Й., Гитмана Л.Дж., Джонка М.Д., Дэвиса Ф., Причарда А.С., Ревентлоу П.,



Розенберга Дж.М., Чои С. Дж. и др. Для теоретико-методологической разработки проблематики оценки эффективности управления инвестиционными ресурсами предприятия особый интерес представляют работы следующих зарубежных авторов: Александера Г.Д., Бейли Д., Боди З., Брейли Р., Бригхема Е. Ф., Гапенски Л., Дамодарана А., Коллера Т., Коупленда Т., Майерса С., Мертон Р., Мескона М.Х., Миллера М., Модильяни Ф., Мурина Дж., Нила Б., Пайка Р., Хедоури Ф., Шарпа У., Эрхарда М.С. и др. Однако изучение работ приведенных авторов выявило потребность в предложении комплексного подхода к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия.

Таким образом, несмотря на многочисленные публикации отечественных и зарубежных экономистов, рассматриваемая тема требует дальнейшего развития понятийного аппарата, разработки классификации инвестиционных ресурсов и совершенствования моделей оценки эффективности их формирования и использования.

Цель и задачи исследования

Цель диссертационной работы – разработка и научное обоснование модели оценки эффективности процессов формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятий нефтедобывающей отрасли.

Для достижения указанной цели сформулированы следующие **задачи**:

- 1) уточнить экономическое содержания категории «инвестиционные ресурсы предприятия»;
- 2) разработать классификацию инвестиционных ресурсов предприятия;
- 3) выявить технико-экономические особенности нефтедобывающей отрасли и их влияние на формирование и использование инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи;
- 4) провести выбор и обоснование комплексного критерия оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов;
- 5) разработать систему показателей и ограничений для построения модели

оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятий нефтедобычи;

б) оценить эффективность формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи РФ.

Объект исследования – инвестиционные ресурсы предприятий нефтедобычи.

Предмет исследования – методы оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи.

Методологические и теоретические основы исследования

Методологической и теоретической основой исследования послужили положения и выводы, содержащиеся в трудах отечественных и зарубежных экономистов.

Многоплановость поставленных задач и системный подход к их решению определили применение в работе таких методов, как диалектический метод познания, системный подход, анализ, синтез, научная абстракция, индукция, дедукция, аналогия, научное обобщение, группировка, экспертные оценки.

Информационной базой исследования являются данные Федеральной службы государственной статистики, Банка России, аналитические материалы периодической печати по тематике исследования, а также справочные и аналитические ресурсы сети Интернет, данные семинаров и конференций, материалы, в том числе финансовая отчетность, отечественных и зарубежных нефтяных компаний, законодательные и нормативные акты Российской Федерации, собственные расчеты и исследования автора.

Исследование выполнено в соответствии с Паспортом специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна исследования

В процессе исследования получены следующие **научные результаты**:

1) В отличие от имеющихся представлений об инвестиционных ресурсах предприятия как о разновидности финансовых ресурсов или имущественных и интеллектуальных ценностях в диссертационной работе на основе выявления их

сущностных признаков был сделан вывод, что инвестиционные ресурсы предприятия представляют собой форму существования капитала в виде материальных и нематериальных ценностей, направляемых на осуществление предпринимательской деятельности. На основе предложенного определения инвестиционных ресурсов предприятия разработана их классификация, позволяющая комплексно учесть сущностные признаки инвестиционных ресурсов.

2) Предложен и научно обоснован методический подход к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия, суть которого заключается в выборе изменения внутренней стоимости компании в качестве критериального показателя оценки эффективности.

3) Обосновано преимущество моделей экономической прибыли над моделями дисконтированного денежного потока для целей определения внутренней стоимости компаний в условиях российской экономики.

4) Выявлено противоречие между устойчивым ростом в последние годы объемов инвестиционных ресурсов крупнейших российских вертикально-интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) и снижением показателей рентабельности их использования.

5) Обосновано преимущество использования модели экономической доходности инвестированного капитала (англ. Cash Return on Capital Invested, CROCI) для оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи; модель дополнена критериальным условием эффективности.

6) На основе предложенной модели и разработанного критериального условия проведена оценка эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов крупнейшими российскими ВИНК, а также Exxon Mobil, крупнейшей в мире нефтегазовой компанией, акции которой свободно обращаются на открытом рынке ценных бумаг.

Теоретическая значимость исследования заключается в том, что основные

положения и выводы диссертационной работы вносят существенный вклад в методологию анализа формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятий.

Практическая значимость исследования состоит в том, что основные положения и выводы диссертационной работы ориентированы на широкое использование нефтедобывающими предприятиями, а также предприятиями других отраслей экономики.

Практическую значимость имеют следующие положения:

- стоимостной подход к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия;
- выявленные преимущества и недостатки современных моделей оценки стоимости предприятия в рамках концепции управления стоимостью (англ. Value Based Management);
- предложенная модель оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи.

Апробация и внедрение результатов исследования

Основные положения и выводы диссертации докладывались на научных конференциях, в частности, на заседании «круглого стола» на тему: «Роль финансовой, банковской и валютной систем в инновационном развитии экономики» (Финакадемия, г. Москва, 2009 г.); VI Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» (Военная финансово-экономическая академия, г. Ярославль, 2009 г.); на заседании «круглого стола» на тему: «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы инновационного развития экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (Финансовый университет, г. Москва, 2010 г.); VII Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика» (Военный финансово-экономический институт, г. Ярославль, 2010 г.), на научном семинаре «Инвестиционный потенциал России в посткризисный период» (Финансовый университет, г.

Москва, 2010 г.).

Диссертация выполнена в рамках научно-исследовательских работ ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», проводимых в соответствии с комплексной темой «Инновационное развитие России: социально-экономическая стратегия и финансовая политика», по кафедральной подтеме «Инвестиции в основной капитал – основа модернизации российской экономики».

Материалы диссертации используются в практической деятельности ЗАО «Инвестиционная компания «ОЭМК-Инвест» по финансовому консультированию клиентов, в частности, используется методический подход к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на основе анализа динамики внутренней стоимости компаний. Используется описанная в исследовании модель оценки стоимости компании. По материалам исследования внедрена модель экономической доходности инвестированного капитала, что подтверждено соответствующей справкой о внедрении результатов исследования. Материалы диссертации используются кафедрой «Инвестиционный менеджмент» ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебных дисциплин «Инвестиции» и «Инвестиционная стратегия предприятия».

Публикации

Основные результаты диссертационной работы отражены в двенадцати публикациях, общим объемом 3,8 п.л. (авторский объем 3,3 п.л.), в том числе шесть статей общим объемом 2,2 п.л. (авторский объем 1,7 п.л.) опубликованы в журналах, определенных ВАК.

Структура диссертационной работы обусловлена целью, задачами и внутренней логикой исследования. Работа включает введение, три главы, заключение, библиографический список из 162 наименований и приложения. Материалы диссертационной работы изложены на 158 страницах, включая 10 рисунков, 52 таблицы и 11 приложений.

Название главы	Название параграфа
Введение	
1. Инвестиционные ресурсы и управление ими на предприятии	1.1. Инвестиционные ресурсы предприятия: экономическое содержание и классификация 1.2. Управление инвестиционными ресурсами на предприятии 1.3. Современные инструменты оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия
2. Анализ практики формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи в Российской Федерации	2.1. Особенности формирования инвестиционных ресурсов в современных российских условиях 2.2. Технико-экономические особенности отрасли и их влияние на формирование и использование инвестиционных ресурсов нефтедобывающего сектора 2.3. Анализ состава и структуры инвестиционных ресурсов предприятий нефтедобычи РФ и источников их формирования
3. Методический подход к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия	3.1. Методические аспекты формирования стратегии управления инвестиционными ресурсами предприятия 3.2. Модель оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи 3.3. Оценка эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов НК «ЛУКОЙЛ», НК «Роснефть», НК «Газпром нефть» и Exxon Mobil
Заключение	
Список литературы	

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении представлена общая характеристика исследуемой проблемы, обоснована актуальность темы диссертации, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования. Определена методологическая и информационная база работы, обоснована ее научная новизна, теоретическая и практическая значимость результатов диссертации. В диссертационной работе рассмотрены следующие группы проблем:

Первая группа проблем связана с уточнением экономического содержания понятия «инвестиционные ресурсы предприятия», разработкой их классификации, исследованием особенностей управления инвестиционными ресурсами предприятия, а также систематизацией современных инструментов оценки эффективности их формирования и использования.

Изучение отечественной и зарубежной экономической литературы позволило сделать вывод об отсутствии единого определения понятия «инвестиционные ресурсы предприятия». Анализ различных точек зрения выявил два основных подхода к сущности инвестиционных ресурсов предприятия: 1) отождествление инвестиционных ресурсов с финансовыми ресурсами, направляемыми на

инвестиционные цели; 2) определение инвестиционных ресурсов как ценностей, вкладываемых в объекты предпринимательской деятельности с целью получения полезного эффекта.

Для уточнения экономической сущности инвестиционных ресурсов предприятия в диссертационной работе выявлены их сущностные признаки: 1) инвестиционные ресурсы обладают потенциальной способностью приносить доход или иной положительный эффект и таким образом представляют собой капитал, который существует в натуральной форме в виде ценностей; 2) отличаются многообразием форм существования; 3) являются объектом рыночных отношений; 4) являются носителями фактора риска и ликвидности; 5) представляют собой объект временного предпочтения.

На основе выявленных сущностных признаков обоснован вывод, что инвестиционные ресурсы предприятия представляют собой форму существования капитала в виде материальных и нематериальных ценностей, направляемых на осуществление предпринимательской деятельности.

Определение инвестиционных ресурсов как ценностей имеет существенное практическое значение с точки зрения возможности задействования для оценки эффективности их формирования и использования обширного аналитического инструментария, базирующегося на аксиоме Миллера и Модильяни, согласно которой денежные потоки генерируются активами предприятия независимо от структуры источников их финансирования

Изучение экономической литературы выявило наличие разнообразных классификаций инвестиционных ресурсов предприятия и несовершенство отдельных из них, в частности смешение различных классификационных признаков, субъективизм при их выборе, отождествление инвестиционных ресурсов на макроуровне и на уровне предприятий. На основе предложенного определения инвестиционных ресурсов предприятия в диссертации разработана их классификация, позволяющая комплексно учесть выявленные сущностные признаки инвестиционных ресурсов (рис. 1).

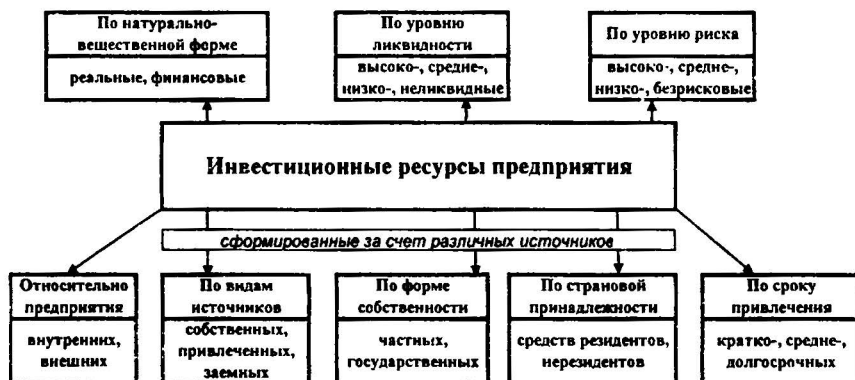


Рис.1 Классификация инвестиционных ресурсов предприятия

В процессе исследования особенностей управления инвестиционными ресурсами предприятия уточнены его субъект, объект, функции, цель, иерархическая система задач, решаемых для достижения цели, сгруппированы факторы, влияющие на управление инвестиционными ресурсами предприятия и систематизированы принципы управления (табл. 1).

Таблица 1. Управление инвестиционными ресурсами предприятия

Управление инвестиционными ресурсами предприятия	
Субъект	финансовая служба предприятия
Объект	инвестиционные ресурсы предприятия
Функции	разработка стратегии формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия
	создание информационных систем управления формированием и использованием инвестиционных ресурсов
	разработка и внедрение адекватного инструментария анализа и управления эффективностью формирования и использования инвестиционных ресурсов
	внедрение системы контроля реализации управленческих решений в области формирования и использования инвестиционных ресурсов
Цель	максимизация внутренней стоимости предприятия
Задачи	I порядка максимизация доходности использования инвестиционных ресурсов, минимизация цены формирования инвестиционных ресурсов, рост объемов инвестиционных ресурсов
	II порядка диверсификация направлений инвестирования, обеспечение высоких темпов реального инвестирования, достижение желаемых объемов основных средств, определенной структуры портфеля ценных бумаг и др.
Факторы	Экзогенные природные; финансово-экономические; правовые; производственно-технологические; социальные факторы
	Эндогенные операционные, финансовые, инвестиционные, юридические параметры предприятия; предпочтения собственников и менеджмента
Принципы	ориентация на стратегические цели развития предприятия
	интегрированность со всеми системами управления предприятием
	комплексность принимаемых управленческих решений
	динамизм принимаемых управленческих решений
	вариантность подходов к разработке отдельных управленческих решений
применение системного подхода для обеспечения гармонизации интересов всех участников инвестиционного процесса	

В диссертационной работе доказано, что целью управления инвестиционными ресурсами предприятия является максимизация его внутренней стоимости, которая определяется его долгосрочной способностью генерировать денежный поток. Последняя, в свою очередь, зависит от динамики объема инвестиционных ресурсов и рентабельности их использования. Таким образом, в качестве комплексного критерия оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия предлагается динамика его внутренней стоимости. Данный подход соответствует основной тенденции зарубежной корпоративной практики последних двух десятилетий – слиянию общей корпоративной стратегии и финансов.

Среди современных инструментов оценки внутренней стоимости компании выделены и проанализированы две группы моделей: модели дисконтированного денежного потока и модели экономической прибыли. Обосновано преимущество моделей экономической прибыли над моделями дисконтированного денежного потока для целей определения внутренней стоимости компаний в условиях российской экономики. Показано преимущество стоимостного подхода над традиционными инструментами оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов, прежде всего, различными коэффициентами финансовой устойчивости, рентабельности и оборачиваемости.

Вторая группа проблем связана с выявлением факторов, обуславливающих особенности формирования и использования инвестиционных ресурсов российскими нефтедобывающими предприятиями, анализом инвестиционных ресурсов нефтедобывающих предприятий и источников их формирования.

Проведенный на основе изучения различных макроэкономических показателей анализ позволил систематизировать дестимулирующие экономические факторы, обуславливавшие особенности формирования инвестиционных ресурсов российскими предприятиями на протяжении последних двадцати лет. Основными из них являются трансформационный и кризисный экономический спад, нарушение процессов формирования общественного капитала, недостаточность

валовых национальных сбережений, инфляционные процессы и снижение устойчивости национальной валюты, спекулятивный характер развития финансового рынка, трудности на пути развития государственных финансов.

Технико-экономическими особенностями отрасли, обуславливающими специфику формирования и использования инвестиционных ресурсов российскими нефтедобывающими предприятиями, являются капиталоемкость, продолжительный производственный цикл, длительный период окупаемости инвестиций, рост стоимости добычи по мере разработки месторождения, а также по мере освоения новых месторождений, большая доля основных средств, прежде всего сооружений, в структуре инвестиционных ресурсов, существенный износ объектов основных средств, потребность в новых эффективных технологиях добычи, зависимость от мировой конъюнктуры цен на нефть, значительная доля государственной собственности в структуре отрасли, ограничение на участие иностранного капитала, высокий уровень монополизма в отрасли, преобладание крупных ВИНК, консолидация активов отрасли вокруг ВИНК, относительно большая обеспеченность ВИНК нефтяными запасами, ухудшение структуры минерально-сырьевой базы.

На основании выявленных особенностей формирования инвестиционных ресурсов российскими нефтяными компаниями на протяжении последних двадцати лет сформулирован вывод о том, что в России, как и во всем мире, для крупных нефтяных компаний ведущую роль в финансировании инвестиционных ресурсов играют собственные средства, поскольку масштабы деятельности таких компаний позволяют накапливать значительные финансовые ресурсы даже при средней ценовой конъюнктуре. При этом крупные нефтяные компании также прибегают к внешнему финансированию.

Российские нефтяные компании отличаются от ведущих зарубежных корпораций малой долей амортизационных отчислений в структуре собственных источников финансирования, основными причинами чего являются часто заниженная балансовая стоимость основных производственных фондов и

значительная степень их износа. Кроме того, российские нефтяные компании не имеют возможности компенсировать истощение разрабатываемых месторождений соответствующими специальными отчислениями в составе расходов, как это имеет место во многих странах. Для мобилизации заемных и привлеченных средств российские компании в основном используют иностранные банки и фондовые биржи. Так, в начале кризисного 2008 г. доля кредитов, предоставленных нефтяным компаниям отечественным банковским сектором, составляла около 5% в структуре корпоративных кредитов. В то же время к 01 июля 2008 г. почти половина из 527 млрд. долл. США накопленного внешнего долга российских корпораций приходилась на «Газпром» и ВИНК.

Проведенный анализ инвестиционных ресурсов ведущих отечественных ВИНК позволил в среднем определить их состав и структуру, а также источники формирования (табл. 2).

Таблица 2. Структура инвестиционных ресурсов российских ВИНК и источников их формирования, в процентах

АКТИВЫ	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Денежные средства и их эквиваленты	3	2	3	2
Краткосрочные финансовые вложения	1	0	1	1
Запасы	5	5	3	4
Итого оборотные активы	29	28	24	22
Финансовые вложения	4	5	6	8
Основные средства	64	62	65	64
Деловая репутация и прочие нематериальные активы	1	3	4	4
Итого внеоборотные активы	71	72	76	78
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Краткосрочные кредиты и займы	7	11	10	6
Итого краткосрочные обязательства	22	25	21	15
Долгосрочная задолженность по кредитам и займам	10	11	10	14
Итого долгосрочные обязательства	19	21	17	21
Итого обязательства	41	46	38	36
Уставный капитал	1	1	1	1
Добавочный капитал	16	8	8	7
Нераспределенная прибыль	41	45	53	55
Итого акционерный капитал, относящийся к Группе	58	53	61	62
Неконтролируемая доля в дочерних компаниях	1	1	1	2
Итого капитал	59	54	62	64

На основе приведенных данных рассчитаны соответствующие средние значения финансовых коэффициентов, характеризующих эффективность формирования и использования инвестиционных ресурсов в отрасли (табл. 3).

Таблица 3. Финансовые коэффициенты, характеризующие эффективность формирования и использования инвестиционных ресурсов крупнейшими российскими ВИНК

Показатели финансовой устойчивости	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Общий долг к суммарному капиталу, в процентах	23,01	29,27	24,42	24,12
Общий долг к акционерному капиталу, в процентах	29,88	41,39	32,31	31,79
Краткосрочные кредиты и займы к общему долгу, в процентах	42,53	48,94	50,72	29,24
Чистый долг к акционерному капиталу, в процентах	25,36	38,01	26,89	27,76
Чистый долг к денежному потоку от основной деятельности, в процентах	89,65	93,74	80,51	124,96
Показатели рентабельности и оборачиваемости	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Рентабельность акционерного капитала, в процентах	27,63	33,45	25,37	15,63
Рентабельность чистых активов, в процентах	21,56	24,95	19,54	12,24
Рентабельность внеоборотных активов, в процентах	23,08	25,33	20,68	12,85
Фондоотдача, в процентах	182,01	194,09	211,86	134,78
Оборачиваемость активов, в днях	312	299	271	420
Оборачиваемость оборотных активов, в днях	91	86	71	97

На основе рассчитанных финансовых коэффициентов выявлены следующие противоречивые тенденции: устойчивый рост объемов инвестиционных ресурсов; увеличение доли собственных и долгосрочных источников в структуре источников финансирования инвестиционных ресурсов; устойчивый рост абсолютных показателей выручки и прибыли; снижение показателей рентабельности использования и оборачиваемости инвестиционных ресурсов в 2008-2009 гг. Проведенный анализ выявил потребность в применении более углубленного подхода для оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия.

Третья группа проблем связана с разработкой модели оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на предприятиях нефтедобычи, проведением оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов нефтедобывающими компаниями на основе разработанной модели.

В рамках предложенного в диссертационной работе методического подхода к оценке эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов на основе динамики внутренней стоимости предприятия проведен сравнительный анализ наиболее известных моделей в рамках концепции управления стоимостью компании (англ. Value Based Management, VBM): экономической добавленной стоимости (англ. Economic Value Added, EVA), рыночной добавленной стоимости

(англ. Market Value Added, MVA), акционерной добавленной стоимости (англ. Shareholders Value Added, SVA), внутренней нормы доходности компании (англ. Cash Flow Return on Investment, CFROI), добавленной стоимости потока денежных средств (англ. Cash Value Added, CVA), добавленной стоимости остаточного потока денежных средств (англ. Residual Cash Flow, RCF), экономической доходности инвестированного капитала (англ. Cash Return on Capital Invested, CROCI). В диссертационной работе обоснованы преимущества модели CROCI для целей оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов российскими нефтяными компаниями.

Модель CROCI, как и все модели VBM, основывается на концепции экономической прибыли, согласно которой компания не является прибыльной до тех пор, пока ее доходы, наряду с покрытием бухгалтерских затрат, не обеспечивают приемлемую отдачу на инвестированный капитал. Иными словами, компания должна генерировать экономическую прибыль, или остаточный доход (англ. Residual Income, RI).

$$RI = NOA \times (CROCI - WACC), \text{ где} \quad (1)$$

NOA – чистые операционные активы компании;

CROCI – уровень экономической рентабельности инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Формула (1) иллюстрирует финансовый механизм образования экономической прибыли. Её генерируют чистые операционные активы компании за счет превышения нормы доходности инвестированного капитала над его ценой.

Внутренняя стоимость компании (англ. Enterprise Value, EV) при этом равна величине инвестированного капитала плюс надбавка или скидка, равная приведенной стоимости экономической прибыли:

$$EV = NOA + \frac{RI}{WACC}. \quad (2)$$

Согласно предложенному в диссертационной работе критерию, условием эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов

предприятия является рост или, по крайней мере, неуменьшение внутренней стоимости компании:

$$EV_1 \geq EV_0. \quad (3)$$

Следовательно:

$$\frac{NOA_1 - NOA_0}{NOA_0} \geq \frac{CROCI_0 - CROCI_1}{CROCI_1}. \quad (4)$$

Таким образом, установлена зависимость между неуменьшением внутренней стоимости компании и изменением двух эндогенных, подвластных влиянию менеджмента, факторов – объема чистых операционных активов и экономической рентабельности инвестированного капитала. В то же время, данные показатели находятся в функциональной зависимости, которая носит неоднозначный характер. Увеличение NOA может привести как к росту, так и к падению общей экономической рентабельности инвестированного капитала CROCI в зависимости от экономической рентабельности отдельных групп активов. При этом рост рентабельности оказывает однозначно положительное воздействие на стоимость компании. В случае увеличения рентабельности при неизменных активах инструментом роста экономической прибыли является оптимизация затрат, которая достигается или напрямую – путем сокращения издержек, или косвенно – замедленным ростом издержек по отношению к росту выручки. Безусловно оптимальным сочетанием является рост рентабельности на фоне роста размера чистых операционных активов. Если же активы растут, а их рентабельность при этом падает, то стоимость компании все равно будет расти до определенного порогового значения прироста актива. При этом образуется дефицит финансирования, который не может быть восполнен из собственных средств компании. Следовательно, предприятие или накапливает долги или нуждается в дополнительном акционерном капитале. В диссертационной работе определена граница эффективности наращивания чистых операционных активов при падающей рентабельности: прирост чистых операционных активов должен быть не меньше, нежели абсолютное падение рентабельности, отнесенное к ее

упавшему значению.

На основе критерия, представленного неравенством (4), осуществляется оценка эффективности управления инвестиционными ресурсами относительно ранее достигнутых компаний показателей. Для оценки эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов компании относительно среднеэкономических или среднеотраслевых показателей необходимо сравнить экономическую рентабельность инвестированного капитала с нормой отдачи капитала в среднем по экономике или по отрасли:

$$CROCI - WACC \geq 0. \quad (5)$$

Помимо выбора и обоснования корректности тех или иных финансовых коэффициентов или моделей отдельную проблему финансового анализа представляет интерпретация источника информации, в основном, бухгалтерской отчетности. Так, международные стандарты представления финансовой отчетности являются достаточно гибкими, предоставляя широкие возможности для совершения легитимных допущений. Особенную остроту эта проблема приобрела ввиду развития финансового инжиниринга и различных производных финансовых инструментов, затрудняющих понимание реального состояния активов и обязательств компании.

В диссертационной работе для расчета показателей, входящих в критериальное неравенство (4), предлагается использовать оригинальные корректировки бухгалтерской отчетности, применяемые в модели экономической доходности инвестированного капитала (англ. Cash Return on Capital Invested, CROCI). Положения модели CROCI были сформулированы в 2006 г. Костантини П. для целей прогнозирования изменения цены акций компании на фондовом рынке. Выбор метода расчета показателей чистых операционных активов и экономической рентабельности на основе модели CROCI обусловлен рядом причин. Во-первых, принципы расчета стоимости чистых операционных активов в модели соответствуют специфике активов нефтяных компаний. Так, модель применяется для оценки компаний традиционных отраслей, ключевыми

активами которых являются амортизируемые объекты основных средств. Данные объекты характеризуются длительным сроком экономической жизни, что учитывается посредством инфляционной корректировки. Кроме того, модель позволяет учесть стоимость такого специфического нематериального актива нефтедобывающих компаний, как геологическая информация путем капитализации расходов на геологоразведочные работы, в том числе не давшие положительного результата. Во-вторых, модель предлагает расчет обесценения основных средств и капитализированных расходов на основе уменьшения генерируемого ими денежного потока, а не на основе бухгалтерских методов амортизации. Так, размер годового обесценения соответствующих активов равен величине, которая при наращении в течение оставшегося срока экономической жизни активов должна вернуть утерянную по прошествии данного года величину денежного потока. При этом описанное наращение будет происходить не по экзогенной ставке цены капитала, а по эндогенной ставке, характеризующей доходность основной деятельности компании – внутренней норме доходности (англ. Internal Rate of Return, IRR) ее валового денежного потока. В отличие от доходности единичного актива при его бухгалтерской амортизации (рис. 2) в предлагаемой модели доходность этого актива будет величиной постоянной (рис. 3), что представляется значительно более обоснованным с экономической точки зрения.

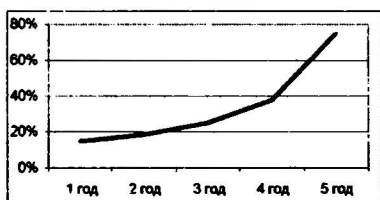


Рис. 2 Доходность единичного актива при бухгалтерской амортизации

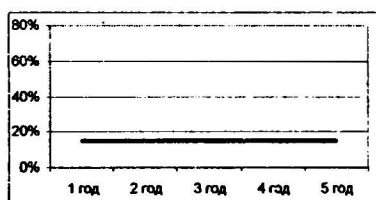


Рис. 3 Доходность единичного актива при экономическом обесценении

Исходя из описанных принципов обесценения и других допущений модели, экономическая рентабельность инвестированного капитала равна внутренней

норме доходности валового денежного потока, что доказано в диссертационной работе. При этом расчет экономической рентабельности инвестированного капитала в модели CROCI отличается объективностью, поскольку не требует прогнозирования будущих денежных потоков, а производится по показателям денежного потока года анализа.

На основе предложенной модели проведена оценка эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов крупнейшими российскими вертикально-интегрированными нефтяными компаниями – «ЛУКОЙЛ», «Роснефть», «Газпром нефть» и американской Exxon Mobil в период с 2005 г. по 2009 г. (табл. 5).

Таблица 4. Оценка эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов крупнейшими отечественными и зарубежной нефтяной компаниями

ОАО «ЛУКОЙЛ»		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
	$(NOA_1 - NOA_0) / NOA_0$, в процентах	х	21,15	26,14	8,91	-4,76
	$(CROCI_0 - CROCI_1) / CROCI_1$, в процентах	х	7,26	-7,68	35,99	28,36
	Соотношение прироста чистых операционных активов и относительного падения экономической рентабельности	х	>	>	<	<
	Соотношение CROCI и WACC	>	>	>	<	<
ОАО «Роснефть»		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
	$(NOA_1 - NOA_0) / NOA_0$, в процентах		х	75,60	-10,29	-8,68
	$(CROCI_0 - CROCI_1) / CROCI_1$, в процентах		х	-98,78	86,55	64,17
	Соотношение прироста чистых операционных активов и относительного падения экономической рентабельности		х	>	<	<
	Соотношение CROCI и WACC		<	>	<	<
ОАО «Газпром нефть»		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
	$(NOA_1 - NOA_0) / NOA_0$, в процентах	х	21,35	17,20	22,76	23,25
	$(CROCI_0 - CROCI_1) / CROCI_1$, в процентах	х	-2,98	7,66	2,65	148,30
	Соотношение прироста чистых операционных активов и относительного падения экономической рентабельности	х	>	>	>	<
	Соотношение CROCI и WACC	>	>	>	>	<
Exxon Mobil Corp.		2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
	$(NOA_1 - NOA_0) / NOA_0$, в процентах	х	9,29	8,05	0,80	-33,18
	$(CROCI_0 - CROCI_1) / CROCI_1$, в процентах	х	-5,56	6,49	-19,47	172,76
	Соотношение прироста чистых операционных активов и относительного падения экономической рентабельности	х	>	>	>	<
	Соотношение CROCI и WACC	>	>	>	>	<

Несмотря на существенные отличия рассчитанных для компаний показателей, прослеживается общая тенденция – ухудшение их значений в 2008-2009 гг. Совпадение периода выявления данной закономерности с периодом протекания

современного финансово-экономического кризиса, одним из проявлений которого стало существенное падение цен на нефть на международных рынках, свидетельствует об адекватности модели.

Среди российских компаний наиболее эффективным управлением инвестиционными ресурсами характеризуется ОАО «Газпром нефть». В 2005-2008 гг. чистые операционные активы компании неуклонно росли, при этом их рентабельность оставалась относительно постоянной, стабильно превышая цену капитала. Однако 2009 г. ознаменовался для компании падением рентабельности в 1,5 раза, что сделало экономическую прибыль отрицательной величиной.

Напротив, наименее эффективное управление инвестиционными ресурсами отмечено в ОАО «Роснефть». (Ввиду того, что до 2006 г. акции «Роснефть» не обращались на организованных рынках в целях сопоставимости горизонт анализа ограничен периодом 2006-2009 гг.) Наилучших показателей компания достигла в 2007 г., когда выросшие более чем на 75% активы обеспечили увеличение денежного потока почти в 4 раза, что обусловило превышение рентабельности над ценой капитала. (В 2007 г. «Роснефть» приобрела крупные добывающие активы в различных регионах России.) В остальные годы из рассматриваемого интервала компания не обеспечивала необходимой доходности. Иными словами, инвестиционные ресурсы формировались и использовались не эффективно.

ОАО «ЛУКОЙЛ» с точки зрения эффективности управления инвестиционными ресурсами занимает промежуточное положение между двумя представленными выше российскими ВИНК. Компания демонстрировала положительные результаты в 2005-2007 гг. Однако в 2008-2009 гг. доходность чистых операционных активов постоянно снижалась, не покрывая затрат на капитал. Подобная динамика свидетельствует о том, что компания не смогла изменить подходы к управлению инвестиционными ресурсами в соответствии с изменениями внешней конъюнктуры.

С целью сравнения эффективности управления инвестиционными ресурсами в российских и международных нефтяных компаниях соответствующие расчеты

проведены для Exxon Mobil. Компания демонстрировала положительную динамику стоимости чистых операционных активов в 2005-2008 гг., при этом экономическая рентабельность инвестированного капитала выросла в 1,2 раза. В 2009 г. величина денежного потока сократилась более чем на 50%, что привело к значительному снижению экономической рентабельности и генерации отрицательной экономической прибыли.

Положения диссертационной работы могут способствовать повышению эффективности процессов формирования и использования инвестиционных ресурсов, а также в целом всей финансово-хозяйственной деятельности предприятий нефтедобычи РФ.

Основные положения диссертации изложены в следующих публикациях автора:

Публикации в журналах, определенных ВАК:

- 1) Лахметкина Н.И., Шеряй К.И. Об экономической сущности понятия «инвестиционные ресурсы предприятия» [текст] / Н.И. Лахметкина, К.И. Шеряй // Вестник финансовой академии. – М., 2009. – №4. (52). – С. 56 – 59. (0,5/0,25 п.л.);
- 2) Шеряй К.И. Новейшие мировые тенденции мобилизации инвестиционных ресурсов в нефтяной промышленности [текст] / К.И. Шеряй // Российское предпринимательство – М., 2010. – №2. (2) . – С. 106 – 110. (0,2 п.л.);
- 3) Шеряй К.И. Оценка использования инвестиционных ресурсов нефтяными компаниями [текст] / К.И. Шеряй // Российское предпринимательство. – М., 2010. - № 12.(1). С. 82 – 88. (0,3 п.л.);
- 4) Шеряй К.И. Современная модель инвестирования российских нефтяных компаний и финансирование геологоразведки [текст] / К.И. Шеряй // Финансы и кредит. – М., 2011. – № 4.(436). С. 75 – 78. (0,3 п.л.);

- 5) Шеряй К.И. Оценка эффективности реального инвестирования на основе стоимостного подхода [текст] / К.И. Шеряй // Финансовая аналитика. – М., 2011. – № 4.(45). С. 27 – 31. (0,4 п.л.);
- 6) Шеряй К.И., Улюкаев С.С. Экономическая сущность понятий «инвестиции» и «инвестиционные ресурсы сельскохозяйственного предприятия» [текст] / К.И. Шеряй, С.С. Улюкаев // Землеустройство, кадастр и мониторинг земель. – М., 2011. – № 1.(73). С. 42 – 47. (0,5/0,25 п.л.);

Публикации в других научных изданиях и журналах:

- 7) Шеряй К.И. Источники финансового обеспечения инновационного развития нефтяной промышленности России: ретроспективный взгляд и анализ перспектив [текст] / К.И. Шеряй // Материалы VI Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов «Молодежь и экономика», том III, 15 апреля 2009 г. – Ярославль, ВФЭА, 2009 г. С. 181–183. (0,1 п.л.);
- 8) Шеряй К.И. Организация инвестиционных ресурсов предприятия [текст] / К.И. Шеряй // Вопросы экономических наук. – М., 2009. – № 4. (37). С. 91 – 94. (0,4 п.л.);
- 9) Шеряй К.И. Особенности организационной структуры нефтедобывающей промышленности Российской Федерации [текст] / К.И. Шеряй // Вопросы экономических наук. – М., 2010. – № 2. (41). С. 127 – 129. (0,4 п.л.);
- 10) Шеряй К.И. Состояние ресурсной базы и основных фондов как фактор формирования инвестиционных потребностей нефтедобычи [текст] / К.И. Шеряй // Вопросы гуманитарных наук. – М., 2010. – № 2. (46). С. 93 – 95. (0,2 п.л.);
- 11) Шеряй К.И. Мобилизация инвестиционных ресурсов в условиях развития рыночных отношений в России [текст] / К.И. Шеряй // Материалы VII Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и

студентов «Молодежь и экономика», том III, 22 апреля 2010 г. – Ярославль, ВФЭИ ВУ, 2010 г. С. 144–145. (0,1 п.л.);

- 12) Шеряй К.И. Оценка эффективности формирования и использования инвестиционных ресурсов предприятия на основе стоимостного подхода [текст] / К.И. Шеряй // Вопросы гуманитарных наук. – М., 2010. – № 3. (47). С. 56 – 60. (0,4 п.л.).

